



Сегодня в фокусе

Экономика

Импорт и экспорт 2018 г.: детали меняют восприятие

Рынок корпоративных облигаций

НЛМК: сырьевой дивизион не заметил роста цен на жрс

Магнит: небольшой рост долговой нагрузки на фоне стабилизации результатов

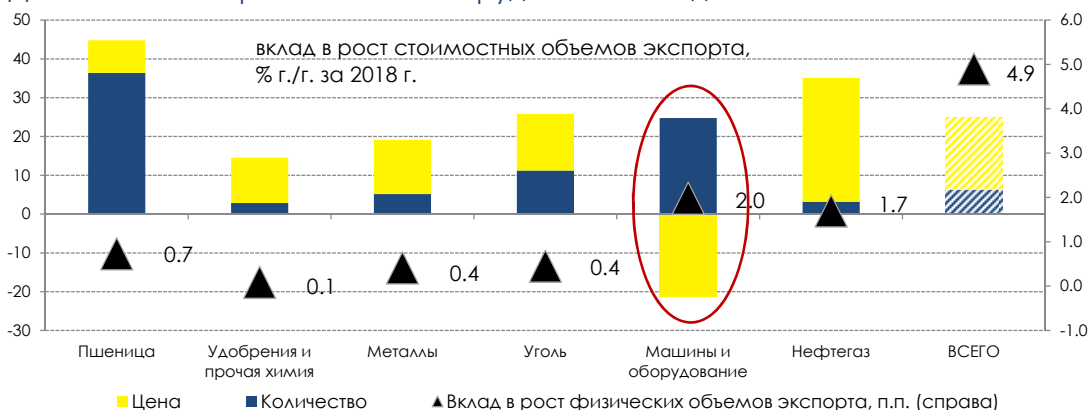
Экономика

Импорт и экспорт 2018 г.: детали меняют восприятие

На этой неделе ФТС опубликовала данные по экспорту и импорту за 2018 г. В целом экспорт составил 450 млрд долл., не снизив темпы роста в сравнении с 2017 г. (25,8% г./г. против 25,2% г./г.). Все основные компоненты внесли положительный вклад в стоимостные объемы экспорта, однако, как и в прошлом году, наибольший вклад в рост в долларах внес нефтегазовый сектор (+18,6 п.п. к годовой цифре), тогда как, например, металлы и уголь добавили лишь 2,5 п.п., а сельское хозяйство, продукция деревообработки и целлюлозно-бумажной промышленности - +1,1 п.п.

Однако если разделить рост каждой из основных статей на вклад физических объемов и изменения экспортной цены (см. график), то можно увидеть, что наибольшее влияние на рост физических объемов экспорта оказали продажи машин и оборудования (+2 п.п.), нефтегазового сырья (+1,7 п.п.) и пшеницы (+0,7 п.п.). В то время как рост экспорта нефти (+3% г./г. в натуральном выражении) и газа (+4,9% г./г.) можно объяснить неослабевающим спросом со стороны Европы и Китая, а экспорт пшеницы – очередным годом хорошего урожая (превысившего внутренние потребности экономики), существенный рост продаж машин и оборудования (особенно в совокупности с таким же существенным падением экспортной цены на них) выглядит необычно. Одно из возможных объяснений – передача техники (в частности, военной) по низким ценам или бесплатно. При этом вклад физических объемов зарубежных продаж машин и оборудования в рост экспорта вырос с 0,7 п.п. в 2017 г. до 2 п.п. в 2018 г. Соответственно, этим частично объясняется увеличения вклада экспорта в ВВП (с 1,3 п.п. до 1,6 п.п.).

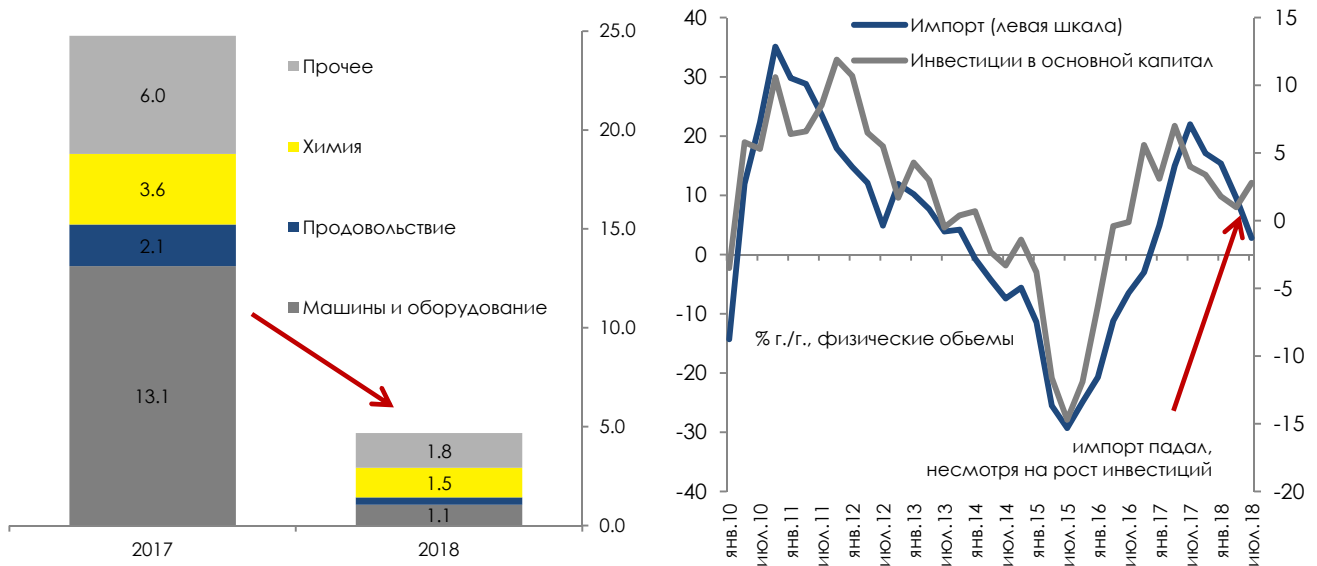
Динамика экспорта машин и оборудования выглядит необычно



Источник: ФТС, оценки Райффайзенбанка

В свою очередь, импорт в долларах сильно замедлил рост (4,7% г./г. против 24,8% г./г. в 2017 г.) за счет ухудшения динамики в сегменте машин и оборудования (+1,1 п.п. к годовому росту в долларах против +13,1 п.п. в 2017 г.). Это также выглядит необычно: как правило, внутренние инвестиции сильно зависят от импорта, однако в 2018 г. ситуация выглядела иначе: рост капиталовложений в реальном выражении сопровождался падением физических объемов импорта (т.е. рост произошел за счет неких внутренних источников).

Сокращение инвестиционного импорта шло, несмотря на рост инвестиций



Источник: ФТС, Росстат, оценки Райффайзенбанка

Однако такое расхождение не должно продлиться долго: длительный рост инвестиций вряд ли возможен без импортного оборудования. Поэтому мы полагаем, что динамика импорта в этом году должна немного увеличиться, особенно если власти решат начать реализовывать инфраструктурные инвестиции уже в этом году.

Станислав Муршов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Рынок корпоративных облигаций

Долговая нагрузка на низком уровне, по остальным показателям — ухудшение результатов

НЛМК: сырьевой дивизион не заметил роста цен на жрс

НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал нейтральные финансовые результаты за 4 кв. 2018 г. по МСФО с точки зрения кредитного профиля компании, поскольку долговая нагрузка остается на очень низком уровне 0,25x Чистый долг/EBITDA. При этом по остальным показателям компания продемонстрировала ухудшение результатов, даже сырьевой дивизион (в отличие от Северстали) не показал каких-либо улучшений, несмотря на мировой рост цен на жрс и окатыши (компания, напротив, говорит о снижении своих цен, что связывает с изменением внутренней оценки рыночной цены из-за прекращения в конце 3 кв. покупок у третьих сторон).

Сокращение выручки и EBITDA в основном обусловлено ценами и ухудшением ассортимента продаж

Так, выручка сократилась на 4% кв./кв. до 3 млрд долл. из-за снижения цен на металлопродукцию на ключевых рынках НЛМК (г/к прокат FOB Черное море -11%, США -10%, ЕС -5%) и ухудшения ассортимента продаж (полуфабрикаты +34% кв./кв. на экспорт). Кроме того, снижались объемы реализации в сортовом дивизионе (-11%) из-за сезонного фактора, а также в США (-17%), т.к. покупатели откладывали покупки на ожиданиях еще большего снижения цен. Общий показатель EBITDA упал на 17% кв./кв. до 847 млн долл., рентабельность по EBITDA – на 4,4 п.п. до 28%. Дополнительное давление на EBITDA оказал рост SG&A вследствие наращивания экспортных продаж слябов, а также выплаты бонусов в 4 кв.

В связи со снижением маржи в США НЛМК меняет географию закупок слябов

Менеджмент отмечает, что в последние 2 недели видит некоторый отскок цен на сталь (+10-15 долл./т), что, по-видимому, поддерживается резко выросшими ценами на железную руду из-за последствий аварии на руднике Vale в Бразилии. Также компания ожидает снижения цен на коксующийся уголь в этом году (до 140 долл./т в среднем по году, сейчас - 155 долл./т). Кроме того, НЛМК ожидает восстановления продаж в США в 1 кв., при этом отмечая, что маржа в США после уплаты ввозной пошлины на слябы, все еще остается положительной. Тем не менее, по нашим оценкам, маржа в США существенно снизилась, что, по-видимому, и привело к тому, что компания меняет структуру сырья, в частности, закупает слябы теперь и в Бразилии, и отмечает, что доля российских слябов в закупках будет снижаться.

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2018	3 кв. 2018	изм.	2018	2017	изм.
Выручка	3 013	3 127	-4%	12 046	10 065	+20%
EBITDA	847	1 015	-17%	3 589	2 655	+35%
Рентабельность по EBITDA	28,1%	32,5%	-4,4 п.п.	29,8%	26,4%	+3,4 п.п.
Чистая прибыль	509	648	-21%	2 243	1 452	+54%
Операционный поток	761	831	-8%	2 741	1 899	+44%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-232	-133	+74%	290	-758	-
Капвложения	-250	-183	+37%	-680	-592	+15%
Финансовый поток	-528	-471	+12%	-2 119	-1 459	+45%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2018	30 сент. 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 075	2 123	-2%
Краткосрочный долг	398	429	-7%
Долгосрочный долг	1 677	1 694	-1%
Чистый долг	891	865	+3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,25x	0,25x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост капзатрат в 2019 г. связан с крупными плановыми ремонтами

Операционный денежный поток в 4 кв. снизился на 8% до 761 млн долл. на фоне высвобождения 46 млн долл. из оборотного капитала (в 3 кв. инвестиции в него составили 9 млн долл.). Капвложения продолжили ускоряться (+37% до 250 млн долл.) и за год в соответствии с планом составили 680 млн долл. В 2019 г. капзатраты вырастут до 1-1,1 млрд долл. из-за крупных плановых ремонтов на

Липецкой площадке (в связи с чем снизится производство слябов, что сократит лишь их продажи 3-м лицам, и на объемы производства/продаж плоского проката эти ремонты не повлияют).

Бонды NLMKRU 23 (YTM 3,98%) и NLMKRU 24 (YTM 4,58%) торгуются с одними из самых низких спредов к суверенной кривой среди металлургов. Лучшей альтернативой мы считаем VIP GTN 20 @ янв. 2020 г. с YTM 4,2%.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Магнит: небольшой рост долговой нагрузки на фоне стабилизации результатов

**Чистый долг/ЕБИТДА
увеличился из-за выкупа
акций и покупки «СИА»**

Магнит (ВВ/-/-) опубликовал нейтральные неаудированные финансовые результаты за 4 кв. 2018 г. по МСФО. Долговая нагрузка за полугодие выросла с 1,2х до 1,5х Чистый долг/ЕБИТДА, что было, в первую очередь, связано с реализацией программы выкупа акций (увеличило долг на 18 млрд руб.) и консолидацией долга СИА Групп в размере 10,4 млрд руб. При этом с точки зрения операционных и финансовых показателей компания показала стабилизацию или даже некоторое улучшение.

**Сопоставимые продажи
выросли, ЕБИТДА
стабилизировалась**

Так, сопоставимые продажи компании в 4 кв. 2018 г. стали положительными впервые за 2 года, составив 0,6%, благодаря росту сопоставимого среднего чека, что было частично вызвано промокампаниями, направленными на его увеличение, которые проводились в конце 2018 г., а также ускорением инфляции, наблюдавшимся на протяжении 2П и, особенно, 4 кв. 2018 г. Рентабельность по ЕБИТДА составила 7%, что соответствует уровню 3 кв. 2018 г. На нее оказало негативное влияние снижение валовой рентабельности из-за продолжающегося пересмотра ассортимента и увеличения в нем доли скоропортящейся продукции, что привело к увеличению потерь. Также давление на рентабельность оказал рост издержек на аренду из-за увеличения доли арендованных площадей. Это было частично компенсировано оптимизацией издержек на персонал и на коммунальные услуги.

**Осторожный прогноз
выручки и ЕБИТДА в 2019 г.,
но капитальные затраты
вырастут**

Менеджмент дал достаточно консервативный прогноз роста на 2019 г. Сопоставимые продажи, вероятно, останутся положительными, примерно на уровне 4 кв. 2018 г., как и рентабельность по ЕБИТДА. В то же время капитальные затраты прогнозируются на более высоком уровне в 72-75 млрд руб., чем в 2018 г. Это обусловлено планируемым открытием аптек и магазинов ультра-малого формата на Почте России, а также ускорению темпов реновации магазинов у дома. При этом открытия магазинов существующих форматов в 2019 г. останутся на уровне прошлого года. При этом умеренное ускорение инфляции и рациональность крупнейших игроков являются позитивными факторами для отрасли в целом.

**Чистый долг/ЕБИТДА в 1,5х
комфортен для
менеджмента**

Менеджмент отметил, что уровень в 1,5х Чистый долг/ЕБИТДА является комфортным для компании. По расчетам менеджмента, Магнит может выплатить порядка 29 млрд руб. дивидендов в 2019 г. без увеличения долговой нагрузки, что примерно соответствует дивидендным выплатам в 2016-2017 гг. и сумме средств, потраченных на дивиденды и выкуп акций с рынка в 2018 г.

В млн. руб., если не указано иное	4 кв. 2018	3 кв. 2018	изм.	2018	2017	изм.
Выручка	331 641	310 112	+7%	1 237 015	1 143 314	+8%
ЕБИТДА	23 219	21 742	+7%	89 827	91 644	-2%
Рентабельность по ЕБИТДА	7,0%	7,0%	-	7,3%	8,0%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	8 429	7 618	+11%	33 812	35 539	-5%
В млн. руб., если не указано иное		31 дек. 2018			30 июня 2018	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		164 591			115 596	+42%
Краткосрочный долг		70 827			48 584	+46%
Долгосрочный долг		93 764			67 013	+40%
Чистый долг		137 843			105 063	+31%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*		1,5x			1,2x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Егор Макеев, CFA

egor.makeev@raiffeisen.ru

+7 495 221 9851



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Росстат («построил») фундамент для более высокого роста ВВП	28.01.2019
Обрабатывающие отрасли в 2018 г.: «жэппи-энда» не получилось	24.01.2019
В новый год без чуда	21.12.2018
Слабые доходы потребителей заставляют «залезать в долги»	20.12.2018
Промпроизводство: на нефтяной «подкормке»	18.12.2018
Ускорение экономики под конец года не сильно улучшит годовой результат	13.12.2018

Инфляция

ЦБ нашел редкий повод для оптимизма в слабом эффекте НДС на инфляцию	18.01.2019
Инфляция «выстрелила» до 4,3% г./г., но НДС ни при чем	14.01.2019

Монетарная политика ЦБ

Поиск ключей к ставке ЦБ РФ: меньше слов, больше цифр	15.01.2019
Итоги заседания ЦБ: настрой на повышение	17.12.2018

Бюджетная политика

Федеральный бюджет 2018: санации и размещения Казначейства компенсировали негатив от профицита на ликвидность	22.01.2019
Консервативная политика Минфина закрывает канал ликвидности	17.01.2019

Рынок облигаций

Нерезиденты продолжают выходить из ОФЗ, а для локальных инвесторов ОФЗ уступают депозитам ЦБ РФ	24.01.2019
Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае	03.12.2018
Нерезиденты продолжают выход из ОФЗ	28.11.2018

Валютный рынок

Отложенные интервенции: ЦБ «ловит» краткосрочный позитив	25.01.2019
Платежный баланс: рост сальдо в 4 кв. не дает повода для оптимизма	18.01.2019
Платежный баланс: аномальный взлет сальдо на падающей нефти	12.12.2018
Казначейство тестирует рынок валютных свопов	05.12.2018

Денежный рынок

«Тонкие настройки» от ЦБ должны подтолкнуть RUONIA вверх	03.12.2018
Не все ставки МБК замечают ухудшение ситуации с ликвидностью	26.11.2018

Банковский сектор

Банки нарастили запас валюты, но до конца года его не хватит	21.11.2018
--	------------



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром
Газпром нефть
Лукойл

Новатэк
Роснефть

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
ПМХ/Кокс
Металлоинвест
НЛМК

Норильский Никель
Русал
Северсталь
ТМК
Polyus

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

МТС
Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим
СИБУР

Уралкалий
ФосАгро

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот
Global Ports

Прочие

АФК Система



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Константин Бальхаев		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.